

## La sostenibilidad de la deuda pública vuelve a ser el centro de atención

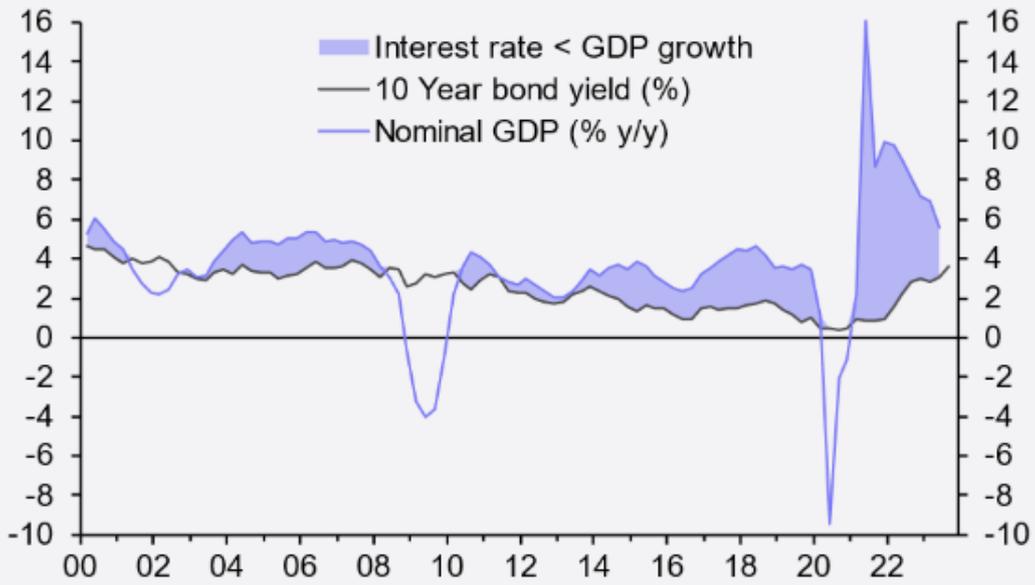
21 de noviembre de 2023

- **Los cambios en las perspectivas a largo plazo de las tasas de interés en relación con el crecimiento del PIB han hecho que la situación fiscal en la mayoría de las economías desarrolladas parezca más precaria. A menos que los gobiernos logren reducir sus considerables déficits primarios, es probable que aumenten las preocupaciones del mercado sobre la sostenibilidad de la deuda del sector público, lo que podría empujar a algunos países a volver a la represión financiera para mantener las tasas de interés artificialmente bajas.**
- Durante la última década o dos, la caída de los rendimientos de los bonos a tasas muy bajas en relación con el crecimiento del PIB nominal significó que las economías desarrolladas pudieron mantener estables las relaciones entre deuda pública y PIB, incluso cuando tenían pequeños déficits primarios. **Se esperaba ampliamente que este diferencial negativo entre interés y crecimiento (el llamado “rg”) persistiera indefinidamente, lo que significaba que las preocupaciones sobre los altos niveles de deuda del sector público prácticamente desaparecieron.**
- **Sin embargo, esta diferencia ahora se reducirá y, en algunos casos, desaparecerá por completo.** En parte, esto refleja el aumento de las tasas de interés de equilibrio que analizamos en una [serie detallada](#) reciente. Es cierto que parte de este aumento estará impulsado por un crecimiento económico más fuerte, sin ningún impacto neto en la dinámica de la deuda. Pero algunos se verán impulsados por un cambio en el equilibrio de ahorro e inversión deseados, lo que significa que las tasas de interés de equilibrio cierran la mayor parte de su brecha con el crecimiento potencial del PIB, con implicaciones adversas para los ratios de deuda. Esto se verá exacerbado por un aumento de las primas por plazo de la deuda pública, reflejando en parte un ajuste cuantitativo.
- **Por sí solo, esto no es un acontecimiento desastroso.** En la mayoría de los casos, esto significa que los países simplemente tendrán que administrar un presupuesto primario ampliamente equilibrado. **Sin embargo, se produce en el contexto de una gran ampliación de los déficits primarios en los últimos años. En consecuencia, aumenta la presión sobre los gobiernos para que controlen estos déficits.**
- Al menos los gobiernos deberían recibir ayuda para reducir sus déficits primarios gracias al impacto positivo de la revolución de la IA en las finanzas públicas. Sin embargo, en contra de esto está la presión a largo plazo sobre las finanzas públicas por el envejecimiento de la población y los costos de la transición neta cero.
- **Italia parece particularmente vulnerable a un resurgimiento de preocupaciones fiscales.** Pero el reciente aumento de las primas de riesgo en Estados Unidos sugiere que la tolerancia está disminuyendo incluso en los países que históricamente tuvieron más margen de maniobra en los mercados. Por primera vez en décadas, podríamos ver surgir preocupaciones sobre el alto nivel de deuda de Japón.
- **No esperamos una crisis de deuda inminente en ningún país.** Sin embargo, si empiezan a aparecer tensiones graves en los mercados de bonos gubernamentales, los países pueden verse obligados a una abrupta consolidación fiscal o podrían utilizar la represión financiera para hacer retroceder las tasas de interés, lo que tal vez incluya

poner fin prematuramente al ajuste cuantitativo.

- **La sostenibilidad de la deuda pública vuelve a ser el centro de atención**
- El bajísimo nivel de las tasas de interés en relación con el crecimiento del PIB observado durante la mayor parte de la última década significó que las preocupaciones sobre la sostenibilidad de los ratios de deuda del sector público en los mercados desarrollados desaparecieron en gran medida. Pero el aumento de los rendimientos de los bonos a principios de este año ha vuelto a poner en la agenda las preocupaciones sobre la deuda. (Ver [aquí](#) .) Un aspecto clave de esto tiene que ver con si el aumento de las tasas de interés reales de equilibrio amenaza con desviar la dinámica de deuda previamente favorable. En este *Focus* analizamos las consecuencias fiscales del aumento de las tasas reales para los principales mercados desarrollados y analizamos dónde podrían ser mayores los riesgos. (Para conocer nuestro trabajo sobre riesgos fiscales en los mercados emergentes, consulte [aquí](#) ).
- **El marco**
- Primero lo primero, aclaremos los mecanismos de la sostenibilidad de la deuda. Establecer este marco desde el principio hará que la discusión en el resto de este *Focus* sea mucho más clara.
- **La trayectoria a largo plazo de la relación deuda/PIB depende de dos elementos.** El primero es el costo del servicio de la deuda ya acumulada. El segundo es cualquier endeudamiento adicional, es decir, el tamaño del presupuesto primario. [1] Supongamos por ahora que el presupuesto primario se mantiene equilibrado. (Volveremos a esta suposición más adelante). Entonces la dinámica de la deuda depende de los costos del servicio de la deuda.
- **Supongamos que las tasas de interés nominales de la deuda pública son más altas que la tasa de crecimiento del PIB nominal ( $rg > 0$ ). Entonces los costos del servicio de la deuda y el nivel general de la deuda seguirán aumentando como porcentaje del PIB.** Además, cuanto mayor sea el ratio de deuda inicial, mayor debe ser el superávit presupuestario primario si un gobierno quiere compensar los crecientes costos de los intereses y mantener estable el ratio de deuda. **Si, por el contrario, las tasas de interés son inferiores al crecimiento del PIB ( $rg < 0$ ), entonces la deuda aumentará a un ritmo más lento que el PIB y, con el tiempo, la relación deuda/PIB se reducirá.**
- En los años previos a la pandemia, las tasas de interés de los nuevos préstamos gubernamentales cayeron significativamente por debajo del crecimiento del PIB, ya que la caída de las tasas de interés superó la desaceleración subyacente del crecimiento. Esto se muestra en el Gráfico 1 para las principales economías desarrolladas, utilizando el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años para representar la tasa de interés de los nuevos préstamos. Las áreas sombreadas muestran que durante la mayor parte del tiempo, los rendimientos de los bonos estuvieron por debajo del crecimiento del PIB nominal y, por lo tanto, lo que podríamos llamar “ $rg$  marginal” fue negativo.

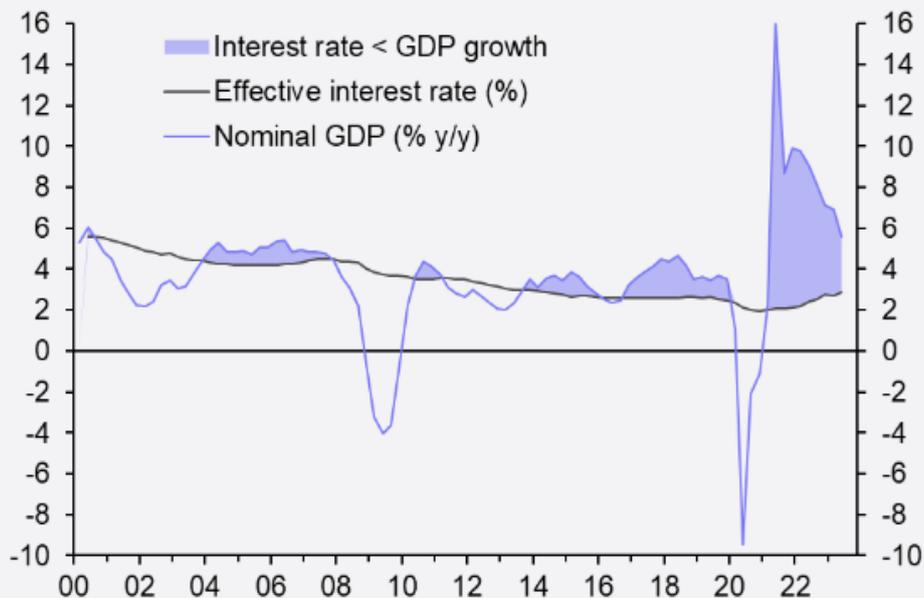
Gráfico 1: rg marginal para los principales DM\*



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics. \* EE.UU., Canadá, Reino Unido, Australia, Japón, zona euro, Suecia, Noruega

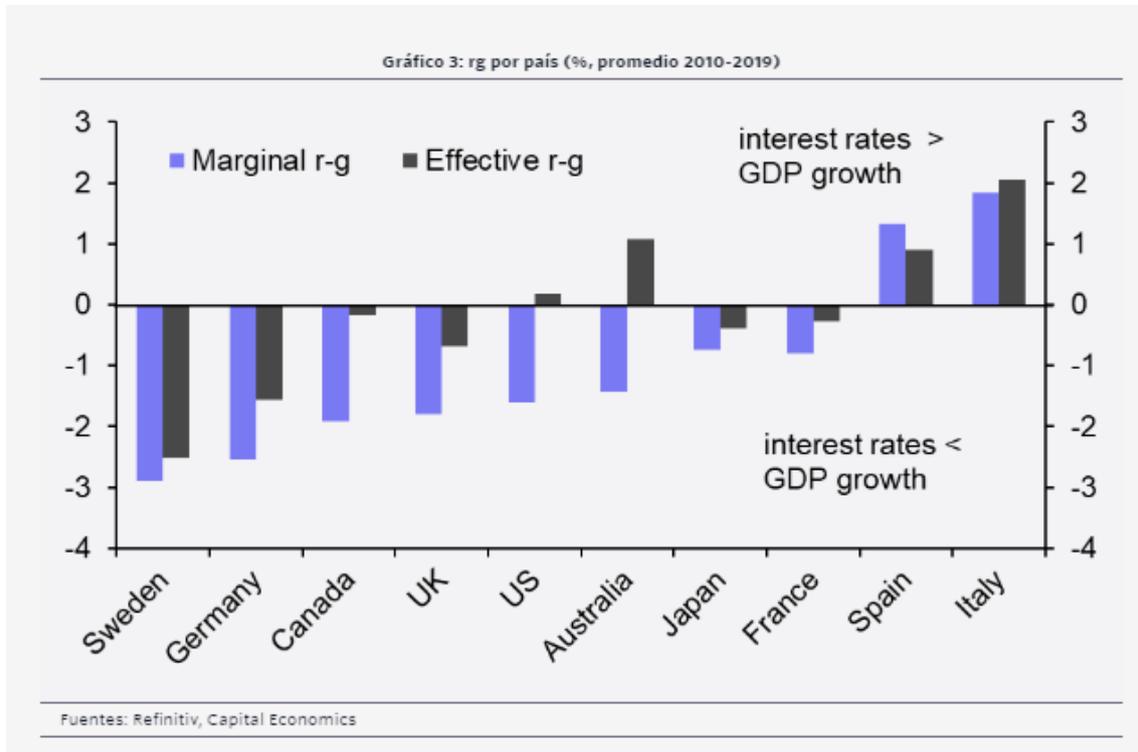
Dado que gran parte de la deuda pública se emite a tipos fijos, tomó tiempo para que las caídas en los rendimientos de los bonos de los nuevos préstamos se trasladaran plenamente a la tasa de interés efectiva (es decir, la tasa de interés promedio realmente pagada por el gobierno, medida por los pagos de intereses) . en relación con la deuda). Pero a medida que vencía más deuda, también caía el “rg efectivo”. (Ver Cuadro 2.)

Gráfico 2: rg efectivo para los principales DM

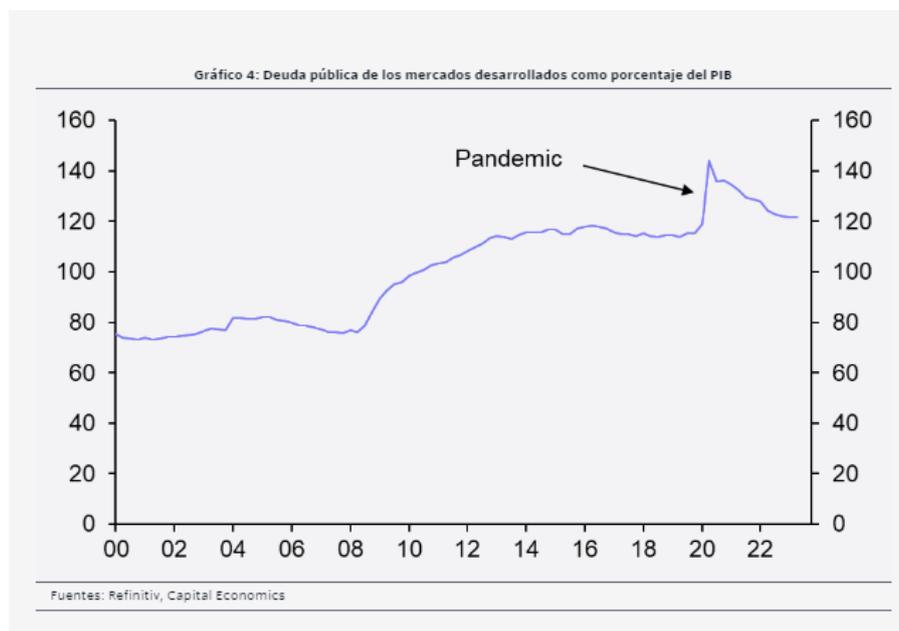


Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

La mayoría de los principales mercados desarrollados se beneficiaron de esta evolución favorable, siendo Suecia y Alemania los que disfrutaron del mayor diferencial negativo de  $r-g$ . (Véase el gráfico 3.) Las excepciones fueron España e Italia, lo que refleja su combinación de crecimiento más débil del PIB y primas de riesgo más altas.



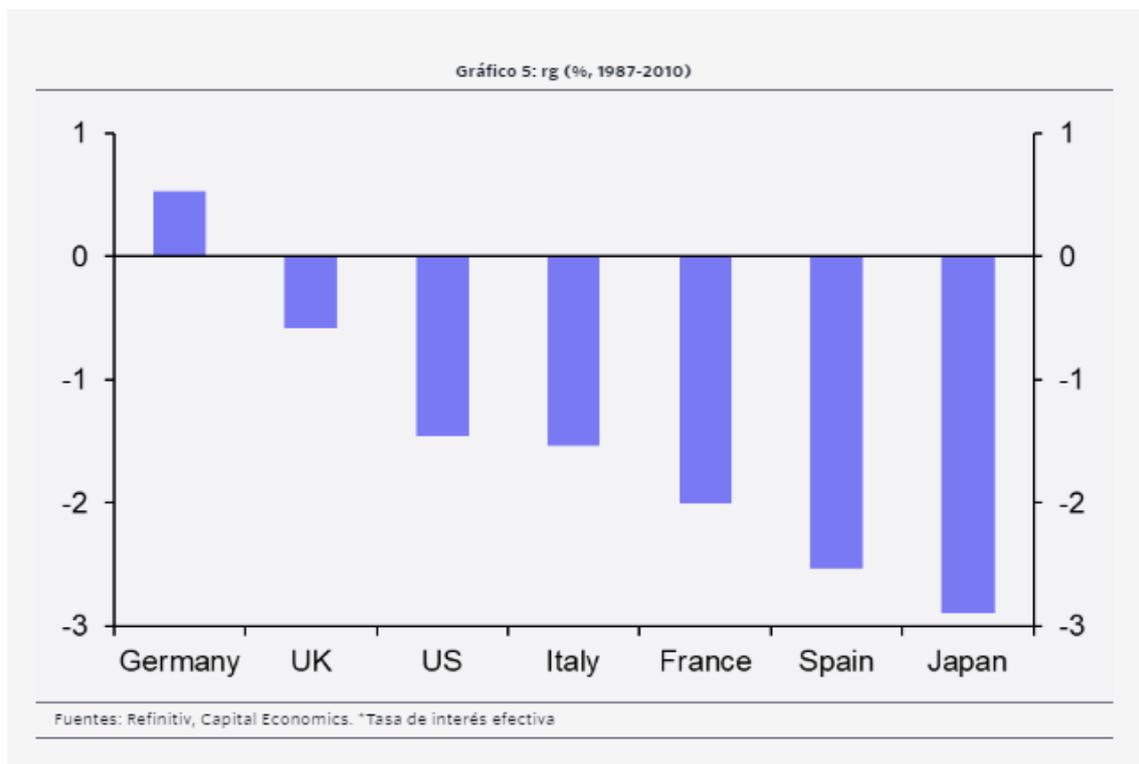
Cuanto más duraba el diferencial negativo de  $r-g$ , más se esperaba que persistiera indefinidamente. En consecuencia, poco a poco fue ganando terreno la creencia de que los altos niveles de deuda pública no eran un problema. Esto significó que hubo poca reacción incluso cuando el apoyo relacionado con la pandemia hizo aumentar drásticamente los ratios de deuda pública. (Ver Cuadro 4) .



### Recuadro: Acontecimientos recientes en un contexto histórico

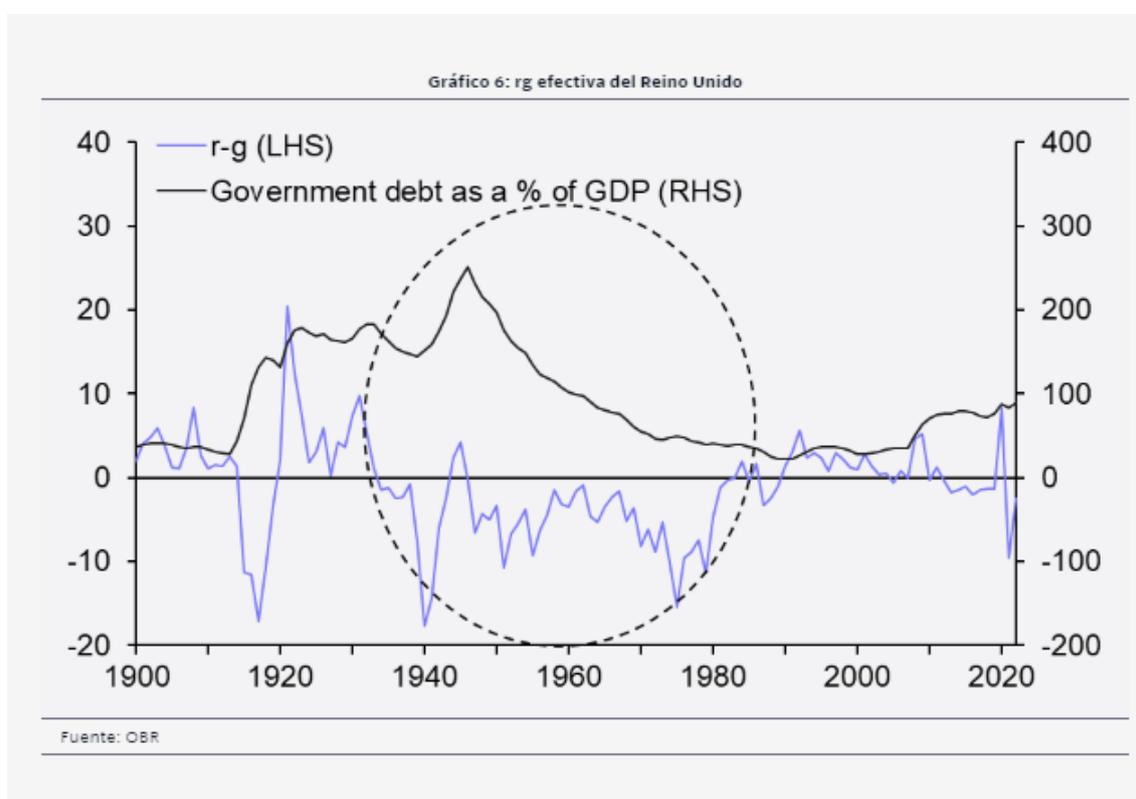
No es inusual que las tasas libres de riesgo estén por debajo del crecimiento del PIB (mientras que las primas de riesgo significan que *las tasas de rendimiento* tienden a estar *por encima* de las tasas de crecimiento económico). Los académicos han reunido conjuntos de datos históricos que muestran que las tasas libres de riesgo han sido típicamente más bajas que la tasa de crecimiento de las últimas décadas y siglos. Las razones de esto incluyen períodos de inflación inesperada; vuelos hacia un lugar seguro durante períodos de turbulencia financiera; y una tendencia de los gobiernos a utilizar la represión financiera (como controles de capital o límites a las tasas de interés) para forzar que las tasas de interés del mercado bajen artificialmente.

Un estudio de Mauro et al. mostró que el diferencial  $rg$  para los DM promedió  $-2,4\%$  entre 1800 y 2018, con una brecha negativa durante el 61% del tiempo. (Ver [aquí](#).) Los períodos más largos de brechas negativas se observaron en Japón y Estados Unidos. Datos a largo plazo sobre tasas de interés libres de riesgo entre 1870 y 2010 compilados por Jorda et al. muestra una imagen similar. (Ver [aquí](#).) En promedio durante ese período,  $rg$  fue negativo para todas las economías principales excepto Alemania; y Japón tuvo el mayor diferencial negativo. (Ver Cuadro 5.)



El gráfico 6 muestra el panorama a largo plazo para el Reino Unido; el área rodeada por un círculo destaca el período comprendido entre 1940 y 1980, cuando  $rg$  fue especialmente bajo, con un promedio de  $-5,7\%$ . Esto se debió en gran medida al uso de represión financiera, incluidos límites máximos de crédito y sistemas especiales de depósito. En parte como resultado, la deuda pública como proporción del PIB cayó del

251% en 1946 al 39% en 1979. El reciente período de  $rg$  negativo parece tranquilo en comparación; de hecho, no ha sido suficiente para reducir los ratios de endeudamiento.



### Los factores se revierten

Sin embargo, la creencia generalizada de que este diferencial negativo persistiría indefinidamente parece ahora demasiado optimista.

**Para explicar por qué, analicemos brevemente los dos factores clave detrás del reciente período de  $r < g$ .** La primera es la dramática reducción de las tasas de interés reales de equilibrio o  $r^*$  (la tasa que equilibra la inversión planificada y el ahorro deseado en una economía con pleno empleo). Estas tasas generalmente se estimaban en alrededor del 3% en promedio en los países desarrollados en la década de 1990, pero habían caído a alrededor del 0,5% por la pandemia. Parte de esta disminución reflejó una desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB potencial, que hizo bajar tanto a  $r$  como a  $g$ . Pero la caída de las tasas de interés reales de equilibrio ha sido más pronunciada que la del crecimiento potencial del PIB, lo que refleja factores como el impacto sobre el ahorro del envejecimiento de la población, la regulación de los mercados financieros y el deseo de los accionistas de obtener retornos a corto plazo.

**El segundo factor es una historia familiar en la historia de  $rg$ : la adopción de la represión financiera por parte de los responsables de las políticas.** Esto ha reducido las primas por plazo (la parte de los rendimientos de los bonos a largo plazo que no se explica simplemente por las expectativas sobre las tasas de política futuras). En los

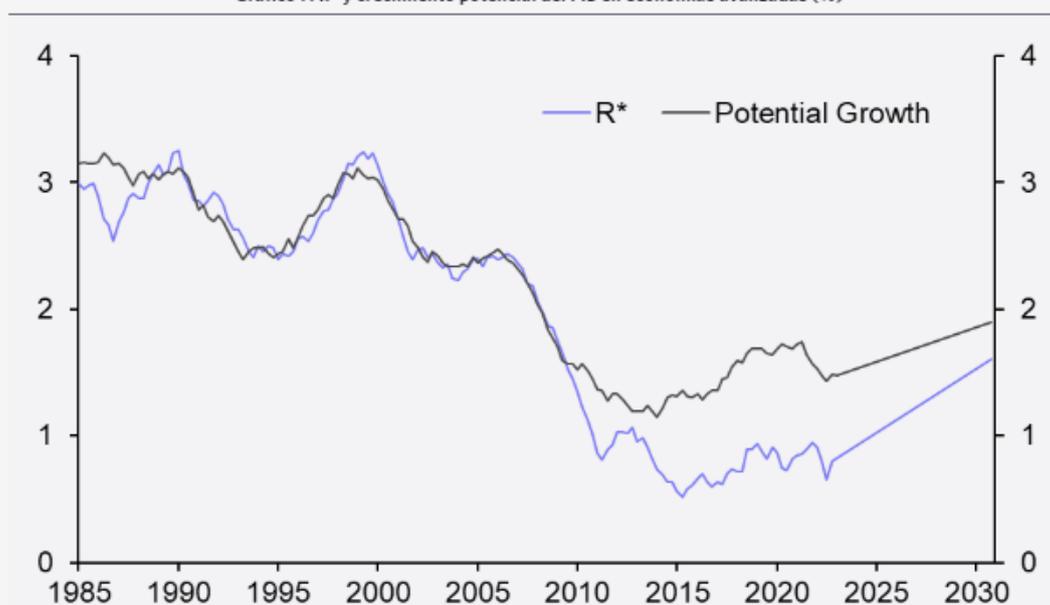
últimos años, esta represión financiera ha adoptado la forma de flexibilización cuantitativa (QE) y requisitos más estrictos para que los bancos mantengan activos de bajo riesgo, incluidos bonos gubernamentales.

**Pero ahora estos factores se están revirtiendo. Para empezar, como hemos argumentado en una serie de investigaciones recientes, varias de las fuerzas estructurales que han pesado sobre las tasas de interés de equilibrio durante las últimas dos décadas están disminuyendo.** (Mira [aquí](#) .)

En la medida en que esto esté siendo impulsado por una recuperación del crecimiento potencial del PIB, esto no es un problema para la dinámica de la deuda del sector público, ya que aumentará *tanto r como g*. La revolución de la IA, en particular, impulsará el crecimiento de la productividad y elevará tanto el crecimiento del PIB como las tasas de interés de equilibrio.

Pero también pensamos que varios factores cambiarán el equilibrio del ahorro y la inversión deseados a favor de la inversión, lo que provocará que las tasas de interés de equilibrio se acerquen a la tasa de crecimiento potencial del PIB con el tiempo. (Ver [Gráfico 7.](#)) Las oportunidades en IA y la transición verde ofrecerán fuertes incentivos para que las empresas inviertan. Y los déficits gubernamentales persistentemente grandes significan que los gobiernos absorberán más ahorros privados. (Nótese que aquí hay cierta circularidad: si los grandes déficits aumentan  $r^*$  y hacen que la deuda sea menos sostenible, entonces los gobiernos pueden reducir el tamaño de sus déficits, lo que hará que  $r^*$  vuelva a bajar. Además, cualquier ajuste fiscal creará margen para que los bancos centrales dejen las tasas de interés reales por debajo de la tasa de equilibrio.)

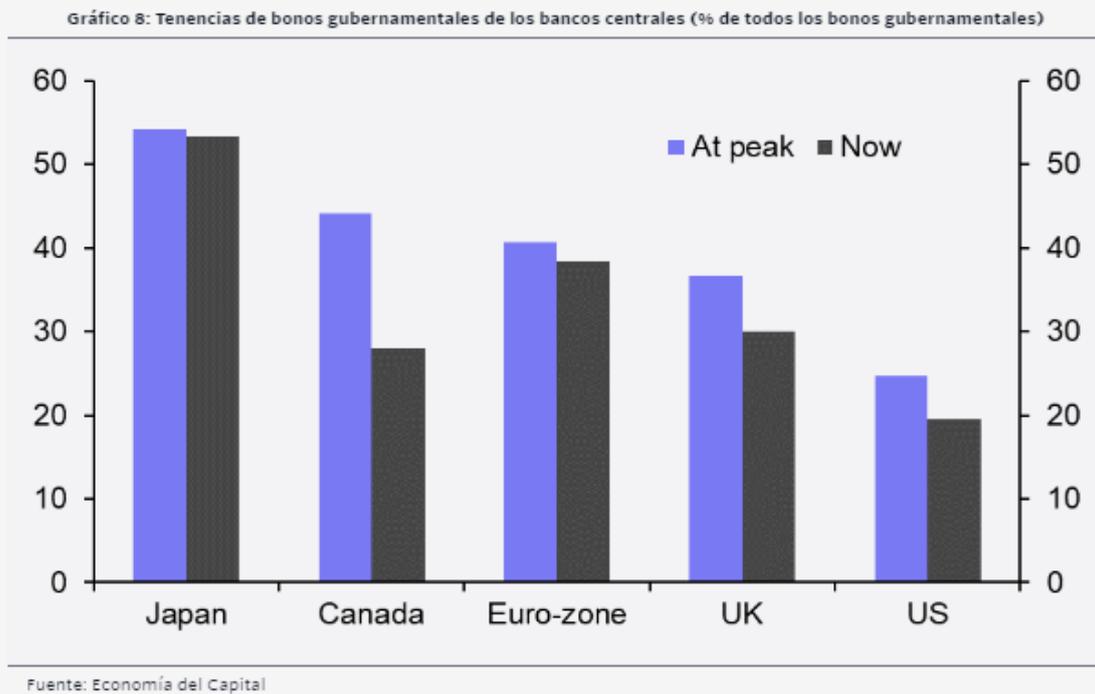
Gráfico 7:  $R^*$  y crecimiento potencial del PIB en economías avanzadas (%)



Fuentes: Holston, Laubach y Williams, OCDE, Capital Economics

Hay muchas incertidumbres en todo esto. Pero por si sirve de algo, esperamos que las tasas de interés reales de equilibrio en los mercados desarrollados aumenten a entre 1,5% y 2% en Estados Unidos para fines de esta década y a entre 1% y 1,5% en el Reino Unido y la eurozona. Alrededor de la mitad de esto se debe a un mayor crecimiento potencial del PIB (que aumentará tanto  $r$  como  $g$ ) y la otra mitad se debe a otros factores (que reducirán el diferencial de  $rg$ ).

**Al mismo tiempo, es probable que el aumento de las primas por plazo también eleve los rendimientos de los bonos en relación con el crecimiento del PIB.** Esto reflejará en parte el ajuste cuantitativo (QT). En su apogeo, los bancos centrales poseían entre el 25% y el 55% de los bonos gubernamentales en circulación. Algunos bancos centrales (sobre todo Canadá) ya se han deshecho de gran parte de esto, pero aún queda un largo camino por recorrer. (Ver Cuadro 8.)



Es cierto que no existe una relación sencilla entre QE/QT y los rendimientos de los bonos. Y si QT comenzara a provocar un aumento desordenado en los rendimientos de los bonos, entonces los bancos centrales aliviarían sus desinversiones. (Ver [aquí](#).) No obstante, los bancos centrales generalmente compraron bonos con la intención de reducir sus rendimientos. Por tanto, es lógico que la QT tenga el efecto inverso, siendo la prima por plazo el principal canal a través del cual la QT afecta a los rendimientos.

**Esto podría verse exacerbado por un debilitamiento de varias otras fuentes de demanda constante de bonos “seguros”, incluida la demanda de los inversores extranjeros.** (Ver [aquí](#).) Los diferenciales de rendimiento entre Estados Unidos y otros lugares son menores de lo que eran antes en muchos casos. De hecho, probablemente

reflejando una combinación de todos estos factores, las primas por plazo parecen haber aumentado en las últimas semanas.

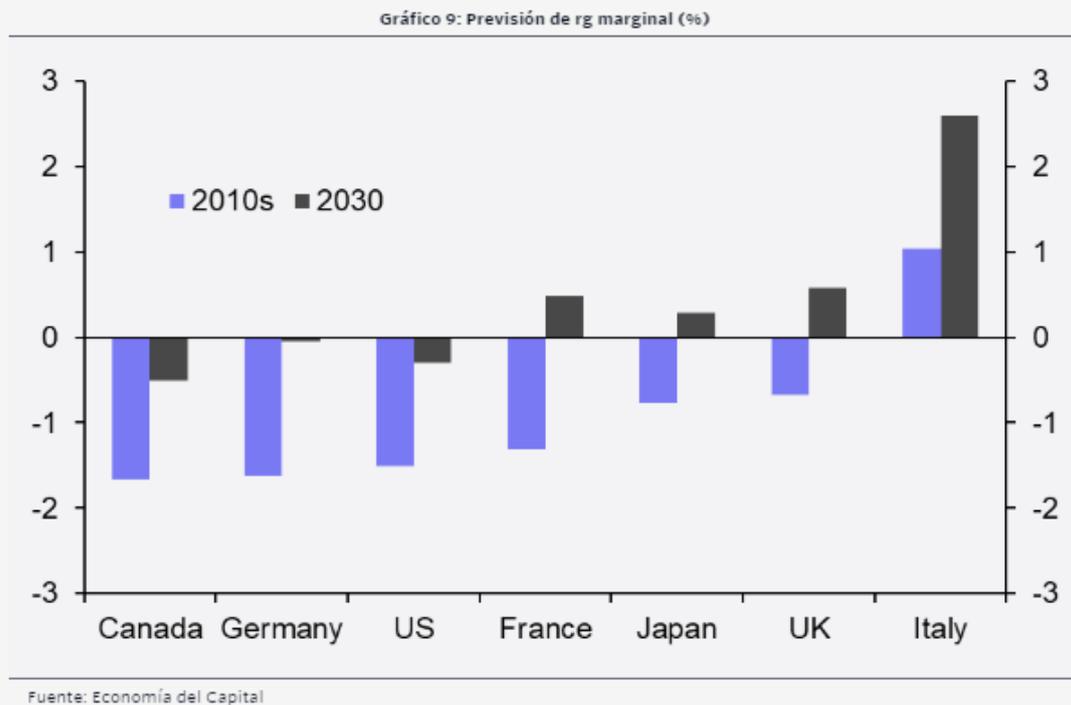
### Las perspectivas para $rg$

**El resultado es que esperamos que la brecha entre  $r$  y  $g$  se reduzca de manera bastante significativa.**

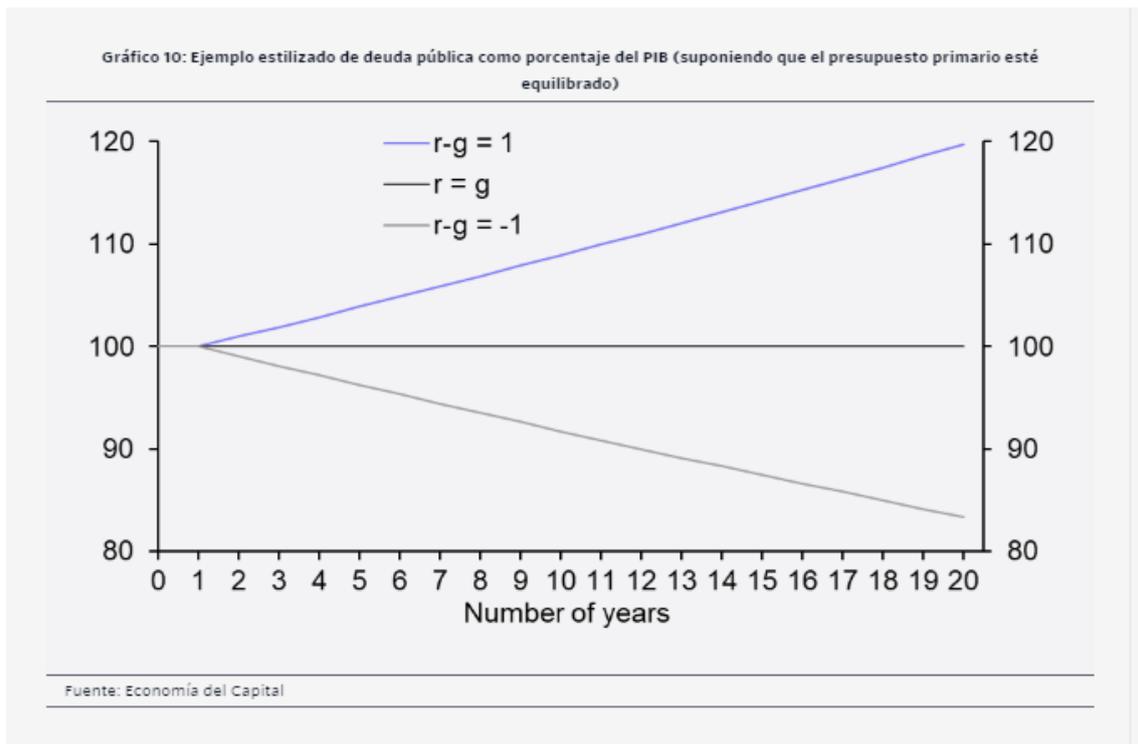
En Estados Unidos, por ejemplo, esperamos que las tasas de interés reales de equilibrio aumenten entre 1,5% y 2% durante la próxima década. Si sumamos una inflación del 2% al 2,5% y una prima por plazo del 0,5%, obtenemos rendimientos nominales de los bonos del 4% al 5% para 2030. Si bien esperamos que el crecimiento potencial del PIB aumente un poco al 4,5% al 5%, eso dejará, no obstante, el nivel de rendimiento de los bonos y la tasa de crecimiento del PIB bastante cercanos entre sí.

El gráfico 9 muestra cómo esperamos que evolucionen los diferenciales de  $rg$ . Mostramos una  $rg$  marginal en 2030, cuando los rendimientos de los bonos alcanzan un máximo, en comparación con la década de 2010. (Esperamos que el  $rg$  marginal vuelva a bajar un poco después de 2030, a medida que los rendimientos de los bonos se estabilicen pero la IA siga impulsando el crecimiento del PIB).

**En Canadá, Alemania y Estados Unidos se mantendrá un diferencial  $rg$  negativo, pero será menor que en los últimos años.** En Francia, Japón y el Reino Unido,  $r$  pasará de estar por debajo de  $g$  a estar por encima de él. En Italia,  $r$  ya estaba por encima de  $g$  y esta brecha se ampliará aún más.



Los cambios en el Gráfico 9 tal vez no parezcan mucho, pero sólo se necesitan pequeños cambios en las tasas de interés en relación con el crecimiento del PIB para alterar sustancialmente la dinámica de la deuda. El gráfico 10 muestra un ejemplo estilizado (suponiendo un ratio de deuda inicial del 100%, un presupuesto primario equilibrado y un crecimiento anual del PIB nominal del 5%). Si el crecimiento económico supera las tasas de interés en 1 punto porcentual, el ratio de deuda se reducirá después de dos décadas a casi el 80%. Sin embargo, si los tipos de interés *superan* el crecimiento económico en 1 punto porcentual, el ratio de deuda crecerá sustancialmente más después de dos décadas hasta el 120%.



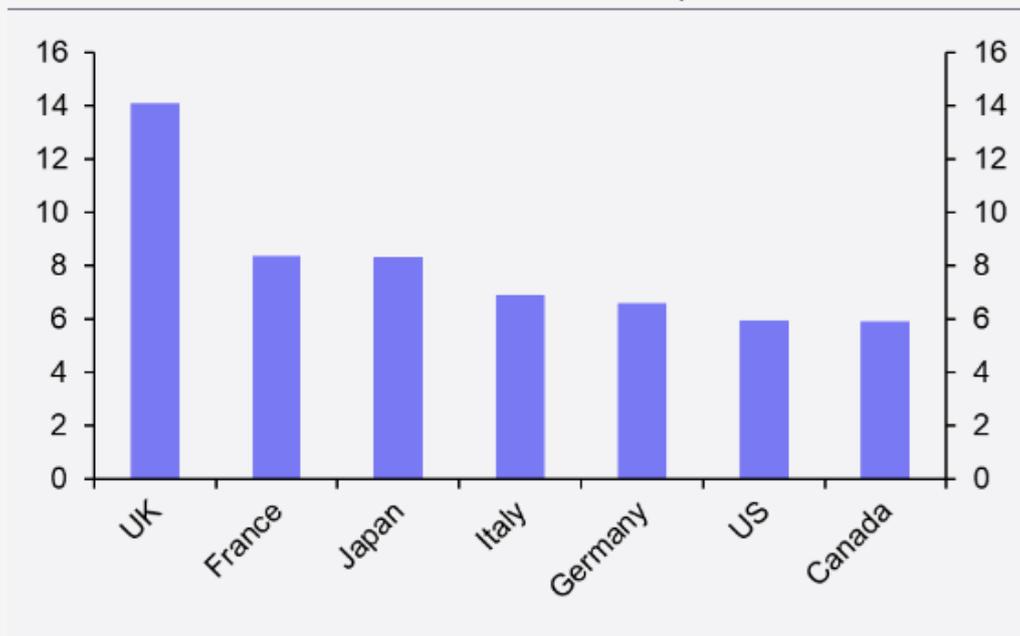
### No es un problema inminente

Al menos es poco probable que todo esto afecte inmediatamente las finanzas públicas.

Una razón es que esperamos que el diferencial  $rg$  se estreche sólo gradualmente durante la próxima década o dos. La mayoría de los factores que afectan las tasas de interés de equilibrio son factores estructurales de acción lenta que se desarrollan durante décadas, en lugar de meses o años.

La otra razón es que la mayor parte de la deuda pública se emitió a tasa fija y, por lo tanto, hasta que esa deuda venza, los gobiernos disfrutarán de los beneficios de las bajas tasas de interés que mantuvieron en el pasado. El gráfico 11 muestra que el vencimiento medio (medio) de la deuda pública es generalmente de entre 6 y 8 años, y en el Reino Unido es de unos 14 años.

Gráfico 11: Plazo medio de vencimiento de la deuda pública (años)



Fuente: FMI

Es cierto que el gráfico 11 pinta un panorama demasiado optimista, por un par de razones. En primer lugar, la media está sesgada por una cola de deuda a muy largo plazo. Una forma de evitar esto es observar el vencimiento medio, es decir, el año en el que la mitad de la deuda pendiente del sector público se vería afectada por un cambio en las tasas de interés. Hemos calculado esto para aquellos países con calendarios de vencimiento de deuda disponibles. (Ver Cuadro 1.) Mientras que el vencimiento medio de la deuda pública en el Reino Unido es de 14 años, la mediana es de 8,5 años. En Estados Unidos, el vencimiento medio es de seis años, pero la mediana es de sólo 1,5 años, lo que refleja el hecho de que emite una alta proporción de deuda a corto plazo. Por lo tanto, la transmisión de tasas de interés más altas será mucho más rápida de lo que sugiere el vencimiento medio.

Cuadro 1: Vencimiento promedio de la deuda pública (años)

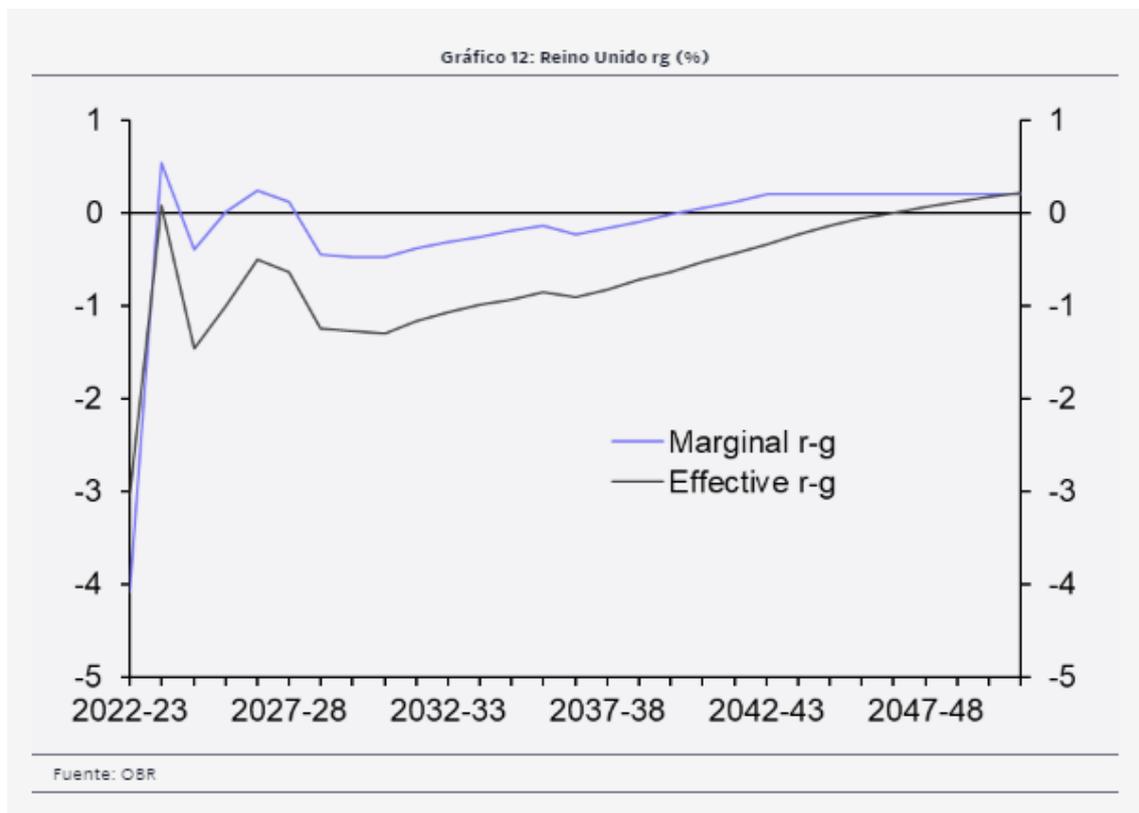
	Significar	Mediana
Reino Unido	14.1	8.5
A NOSOTROS	5.9	1.5
Francia	8.5	6
Japón	8.3	5.8
Italia	6.9	5

Fuentes: FMI, Departamentos del Tesoro Nacional, Capital Economics

Y en segundo lugar, las medidas estándar de madurez no tienen en cuenta el impacto de la QE. Desde el punto de vista del balance consolidado del sector público, la QE ha retirado efectivamente del mercado la deuda pública a largo plazo y la ha

reemplazado con reservas del banco central que devengan intereses que, en términos de sensibilidad a las tasas de interés, actúan como deuda que necesita ser refinanciada todos los días. [2] Eso significa que el impacto de las tasas de interés más altas se transmitirá más rápido que antes. Si se ajusta el impacto de la QE, el vencimiento medio de la deuda en el Reino Unido, por ejemplo, cae de 8,5 años a sólo dos años. Por supuesto, este efecto se revertirá a medida que se reviertan las compras de bonos gubernamentales en el marco del QT, pero es probable que ese proceso demore varios años.

**A pesar de estos dos puntos, el panorama general sigue siendo que las tasas de interés más altas afectarán los costos de los intereses del servicio de la deuda pública sólo gradualmente.** Podemos verlo en las proyecciones de la CBO, donde se necesita hasta 2032 para que el reciente aumento en el rendimiento a 10 años se traslade completamente a la tasa de interés efectiva de la deuda pública. Mientras tanto, el gráfico 12 muestra cómo se desarrolla la situación en el Reino Unido. Al igual que nosotros, la OBR espera que el diferencial marginal  $r-g$  de los nuevos préstamos se reduzca, pero esto ocurre sólo gradualmente, y se necesitan varios años más para que el diferencial efectivo de la deuda pendiente siga plenamente el mismo camino.



### Implicaciones para los déficits primarios

Sin embargo, con el tiempo, todos estos efectos se transmitirán. Y tienen implicaciones importantes para el tamaño de los saldos primarios (es decir, el endeudamiento excluyendo los pagos de intereses) que los gobiernos pueden ejecutar si quieren evitar que la deuda pública como porcentaje del PIB siga una trayectoria ascendente indefinida.

El cuadro 2 proporciona un cálculo fácil de cómo el tamaño del diferencial  $rg$  afecta el tamaño del saldo primario consistente con un ratio de deuda estable. La mitad superior del cuadro muestra el déficit primario que los gobiernos pueden tener cuando las tasas de interés están por debajo del crecimiento del PIB. Por ejemplo, un diferencial de 1 punto porcentual permitiría a una economía con una relación deuda/PIB inicial del 100% tener un déficit primario anual del 1% del PIB (es decir, un saldo primario del -1%).

**La mitad inferior del cuadro muestra el tamaño del *superávit* que los gobiernos deben tener para mantener estable el ratio de deuda cuando las tasas de interés están *por encima* del crecimiento del PIB.** Por ejemplo, un país con una relación deuda/PIB inicial del 100% y un diferencial real de 2 puntos porcentuales necesita tener un superávit primario equivalente al 2% del PIB anual. **Tenga en cuenta que cuanto mayor sea el ratio de deuda inicial, mayor debe ser el superávit primario como porcentaje del PIB para mantener constante el ratio de deuda.** En otras palabras, los países con mayores ratios de deuda necesitan correr más rápido para quedarse quietos.

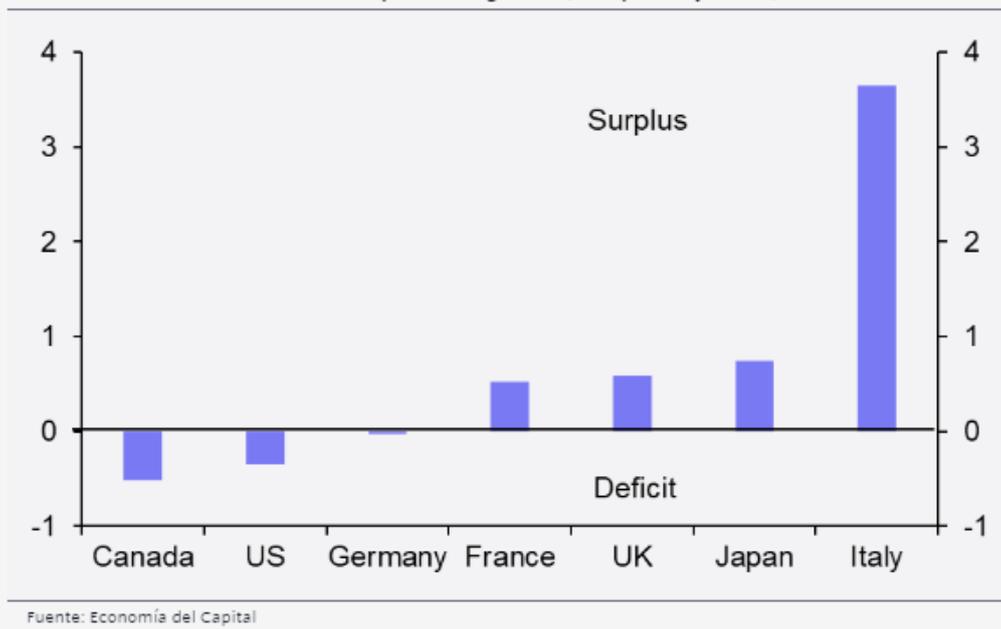
Cuadro 2: Saldo primario como porcentaje del PIB necesario para estabilizar el ratio de deuda\* (rojo - déficit, azul - superávit)

Crecimiento del PIB menos tipos de interés				
		1 persona	2pp	3pp
A partir de	100%	-1.0	-1.9	-2.9
deuda al PIB	150%	-1.4	-2.9	-4.3
relación	200%	-1.9	-3.8	-5.7
Tasas de interés menos crecimiento del PIB				
		1 persona	2pp	3pp
A partir de	100%	1.0	1.9	2.9
deuda al PIB	150%	1.4	2.9	4.3
relación	200%	1.9	3.8	5.7

Fuentes: FMI, Capital Economics. \*Basado en un crecimiento del PIB nominal del 5%.

A continuación, las barras azules del Gráfico 13 muestran los saldos primarios que serían consistentes con un ratio de deuda estable dado i) el nivel inicial de ratio deuda/PIB, que consideramos como el nivel de 2023 y ii) nuestro pronóstico para  $rg$  en 2030 como se muestra en el Gráfico 9. Algunos países (Canadá, Estados Unidos y Alemania) aún podrían tener un pequeño déficit primario, pero sólo inferior al 0,5% del PIB. Mientras tanto, Francia, el Reino Unido, Japón e Italia necesitarían tener superávits primarios, mientras que Italia necesitaría tener uno equivalente a alrededor del 4% del PIB.

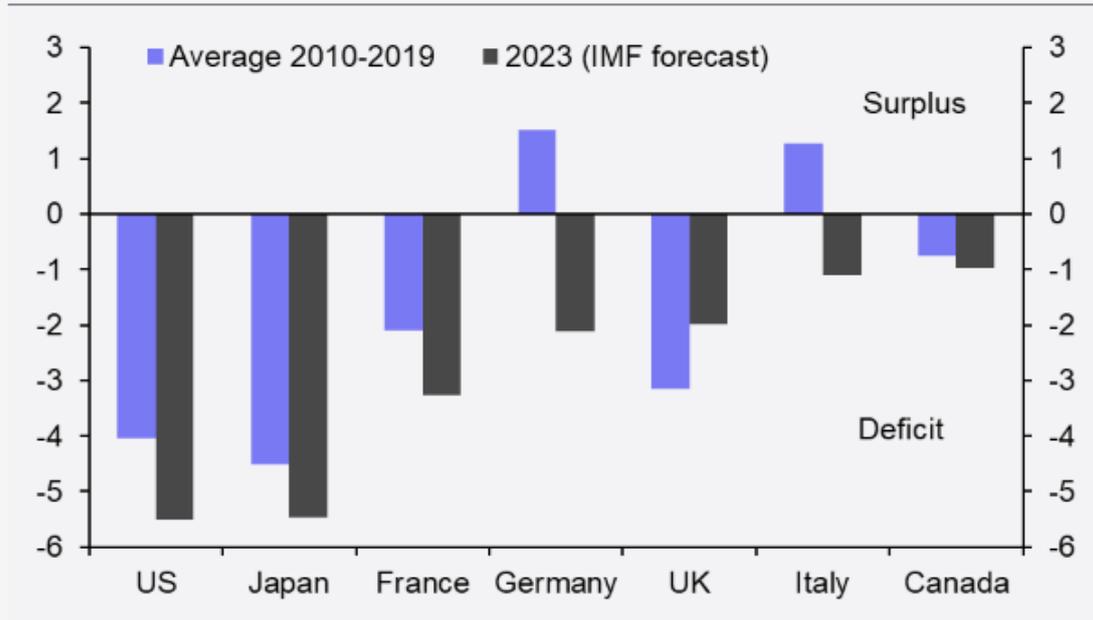
Gráfico 13: Saldo primario del gobierno (como porcentaje del PIB)



Mantener el saldo primario en general cerca de cero, como sería necesario para la mayoría de los países, puede no ser difícil para los países cuyos déficits han vuelto a caer a niveles bajos, en particular Canadá. (Véanse las barras negras en el gráfico 14.) **Sin embargo, la situación es mucho mayor en Estados Unidos, en particular, donde se prevé que el déficit primario alcance casi el 6% este año**, a pesar de que el crecimiento económico ha sido bastante resistente este año, y la mayoría de los efectos relacionados con la pandemia ya han desaparecido. Mientras tanto, Italia ha tendido a registrar superávits primarios, pero menores de los que serían necesarios para mantener un ratio estable una vez que el rg haya aumentado más, como esperamos.

**En general, los gobiernos planean reducir sus déficits primarios en los próximos dos años, pero si lo logran o no es otra cuestión.** Después de todo, también tuvieron déficits significativos en la década previa a la pandemia. (Véanse las barras azules en el gráfico 14.) En Estados Unidos y Japón, el déficit primario promedió entre el 4% y el 5% del PIB, mientras que en el Reino Unido promedió poco más del 3% del PIB.

Gráfico 14: Saldo primario del gobierno (como porcentaje del PIB)

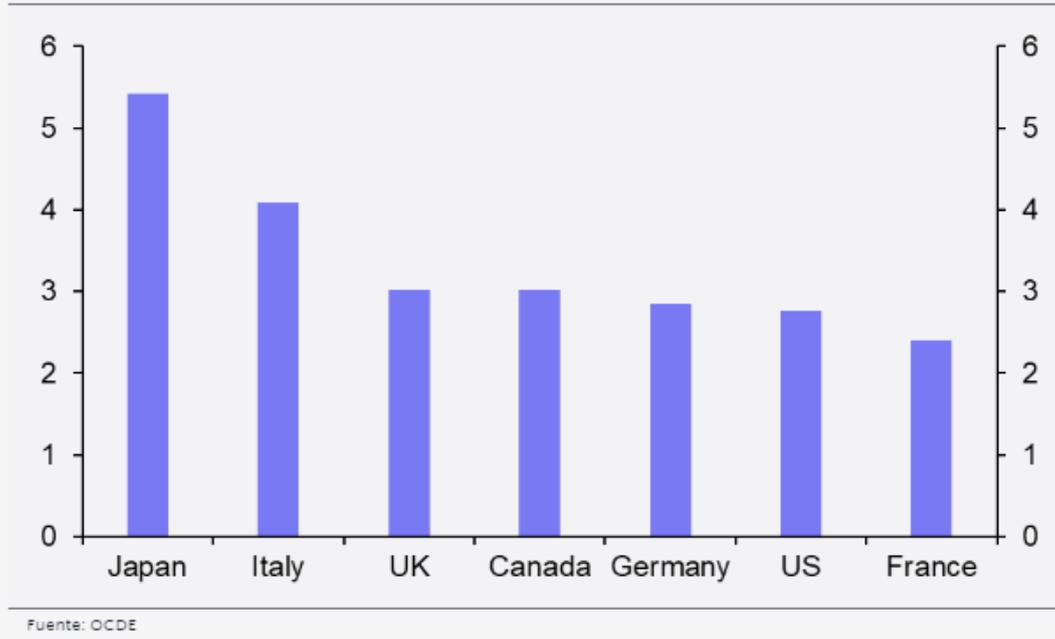


Fuente: Economía del Capital

**Al menos los gobiernos pueden recibir ayuda de la revolución de la IA.** Esto podría lograrse en parte mediante un impulso al crecimiento de la productividad; Si tenemos razón al esperar que la IA impulse el crecimiento económico sin ningún aumento del desempleo tecnológico, entonces es probable que los ingresos fiscales aumenten más que el gasto público. Y en la medida en que la IA provoque un cambio en la distribución del ingreso antes de impuestos hacia quienes pagan tasas impositivas más altas, también aumentaría la intensidad impositiva. (Ver [aquí](#) .) De hecho, es notable que en la década de 1990 Estados Unidos haya pasado de un déficit primario a un gran superávit primario, en parte debido a la consolidación fiscal pero en parte debido al auge económico relacionado con las TIC. (Vea nuestro próximo *Enfoque sobre la economía de EE. UU.* ).

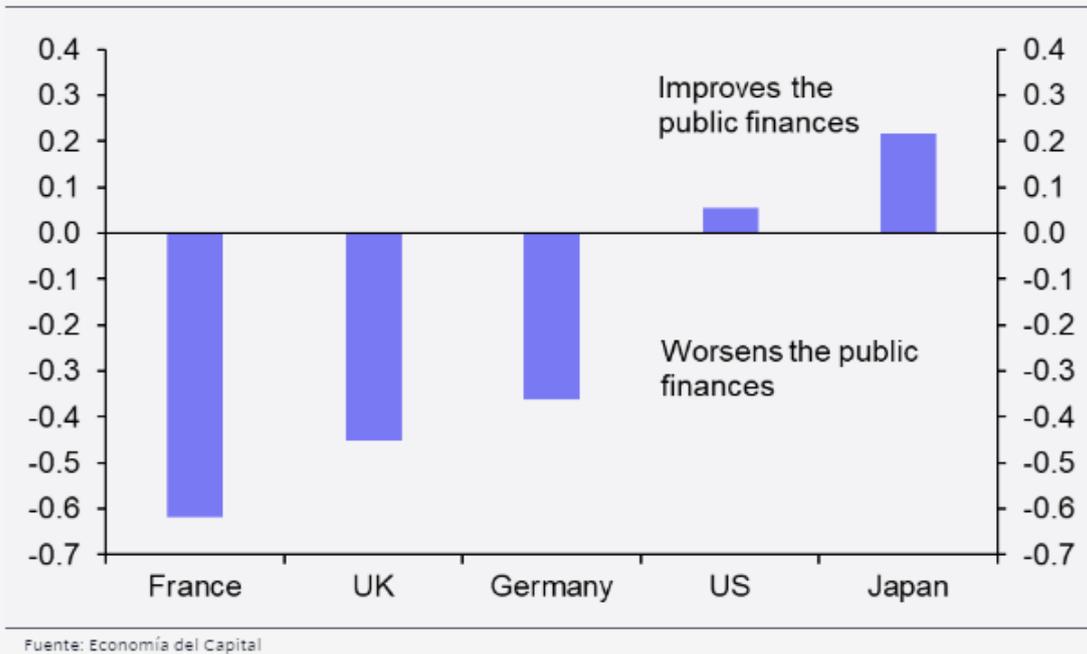
**Sin embargo, en contra de esto está la creciente presión sobre las finanzas públicas por parte del envejecimiento de la población y la transición al cero neto.** El gráfico 15 muestra que los costos fiscales relacionados con la edad (debido al gasto en salud, cuidados a largo plazo y pensiones) para 2060 aumentarán en un equivalente del 2,5% al 5,5% del PIB, dependiendo del país.

Gráfico 15: Aumento del gasto relacionado con la edad para 2060 (como porcentaje del PIB potencial)



Mientras tanto, el gráfico 16 muestra las estimaciones del FMI sobre el costo fiscal de alcanzar el cero neto, incluida la erosión de la base impositiva sobre los combustibles y la compensación a los hogares obligados a realizar cambios. El impacto es mayor para Francia (0,6% del PIB sobre el saldo primario para 2040). En Estados Unidos y Japón, el impacto se ve amortiguado por la mayor oportunidad de gravar las emisiones. **En consecuencia, un diferencial rg cada vez más estrecho ejerce presión sobre un déficit que ya tiene poco margen de maniobra en el largo plazo.**

Gráfico 16: Efecto sobre el saldo primario de alcanzar el cero neto en 2040



## El final del juego

**Si los gobiernos no logran controlar sus déficits primarios, entonces aumentarán las preocupaciones del mercado.** Existe el riesgo de que se desarrolle un círculo vicioso en el que las preocupaciones sobre las perspectivas de la deuda hagan subir las primas de riesgo de la deuda pública, aumenten los costos de los intereses y empeore aún más las perspectivas de la deuda. **Las percepciones pueden ser tan importantes como la realidad.** Puede haber “equilibrios múltiples”; un nivel de deuda puede ser tanto sostenible (si los mercados permanecen relajados y las primas de riesgo y los rendimientos siguen siendo bajos) como insostenible (si los mercados se preocupan y las tasas de interés suben). (Mira [aquí](#) .)

**En el caso extremo, todo esto puede terminar en default.** Es cierto que la mayoría de los países pueden evitar esto, ya que pueden imprimir su propia moneda y respaldar sus mercados de bonos. No obstante, **las consecuencias de una reducción de la confianza del mercado aún pueden ser bastante malas.** El aumento de los costos de endeudamiento del gobierno se traduce en mayores costos de endeudamiento también para los hogares y las empresas, desplazando el gasto y la inversión de los consumidores privados.

Supongamos que empiezan a aparecer tensiones en los mercados de bonos gubernamentales de cualquiera de estos países. ¿Qué harían los gobiernos? **Una opción sería volver a bajar las tasas de interés en relación con el crecimiento del PIB mediante el uso de la represión financiera. En las circunstancias actuales, lo más probable es que eso signifique que los bancos centrales relajen la QT o incluso que la reanuden nuevamente.** Algunos bancos centrales podrían avanzar hacia alguna forma de control de la curva de rendimiento (o restablecerlo en el caso de Japón). **Esto nos llevaría al ámbito del dominio fiscal** ; que ocurre cuando la necesidad del banco central de mantener bajas las tasas de interés para mantener manejables los costos de endeudamiento del gobierno compromete su capacidad para controlar la inflación. (Ver [aquí](#) .) De hecho, la represión financiera no es una solución gratuita.

Estas opciones no necesariamente estarían disponibles para los países de la eurozona, dado que no están individualmente a cargo de su propia política monetaria. En consecuencia, dependerían, por ejemplo, de que el BCE cambiara los límites de emisor de su PEPP para afectar a los mercados de cada país. Cabe señalar también que Italia tiene un historial de pedir a gobiernos técnicos que implementen austeridad si existe un alto riesgo de una crisis fiscal y creemos que esto seguirá siendo una opción viable en el futuro. **De hecho, un gobierno que evite lograr un control más firme de sus finanzas públicas en el corto plazo podría tener que implementar un ajuste fiscal más abrupto en el futuro si los mercados financieros lo obligan.**

## ¿Dónde son mayores los riesgos fiscales?

**Entonces, ¿dónde es más probable que se manifiesten las preocupaciones sobre el riesgo fiscal?**

Es probable que los mercados financieros sean más indulgentes con los países que pueden imprimir su propia moneda y respaldar sus mercados de bonos. El ejemplo

obvio es Estados Unidos, pero este grupo también incluye al Reino Unido y Canadá. **Dicho esto, los acontecimientos de las últimas semanas han sugerido que los mercados tienen una tolerancia limitada incluso en el caso de Estados Unidos** ; Las primas de los swaps de incumplimiento crediticio (un indicador útil, aunque imperfecto, de las percepciones de riesgo fiscal) han ido aumentando. De hecho, aunque el riesgo de incumplimiento total es bajo para esas economías, todavía queda la posibilidad de un “incumplimiento” por otros medios, incluida la represión financiera o la inflación.

Los países donde las restricciones políticas e institucionales limitan el margen de maniobra son los más vulnerables. Los ejemplos obvios son los países de la zona del euro, donde ser parte de una unión monetaria sin una unión fiscal plena supone una camisa de fuerza para los gobiernos. **En consecuencia, las preocupaciones sobre Italia bien podrían ser las primeras en resurgir.** (Mira [aquí](#) .)

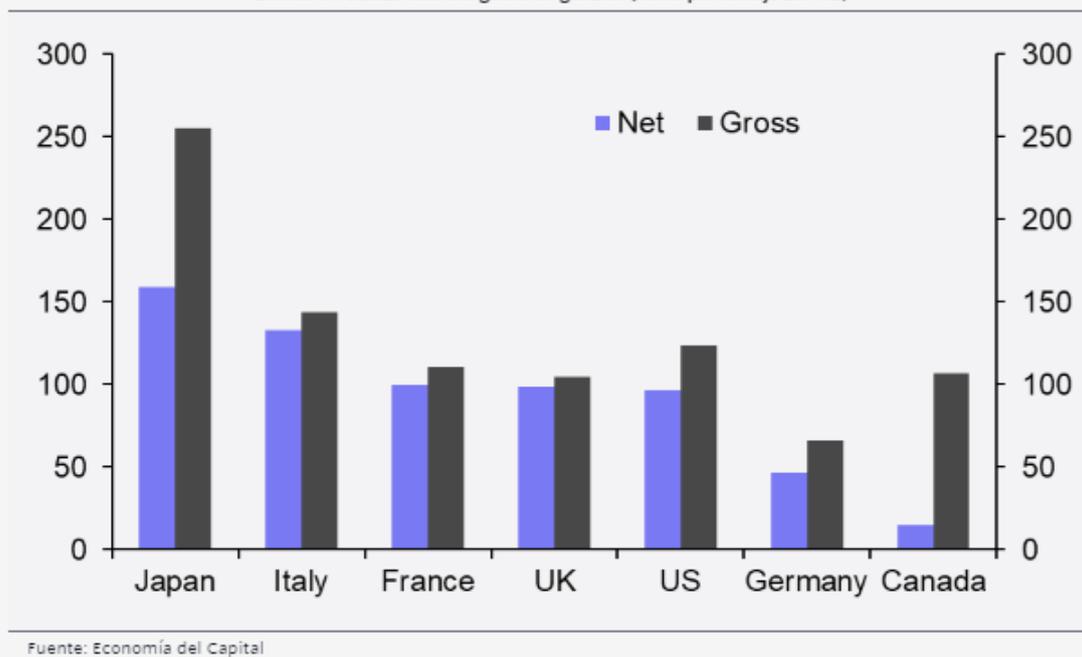
Los rendimientos de los bonos italianos se verán presionados al alza por el aumento global de las tasas de interés de equilibrio, mientras que es probable que las primas de riesgo italianas sean más altas que en el pasado. Sin embargo, al mismo tiempo, a Italia le resultará más difícil que a la mayoría de las demás economías explotar los beneficios económicos potenciales de la revolución de la IA. Y por diversas razones, es poco probable que las reformas estructurales relacionadas con NextGenerationEU mejoren materialmente el entorno empresarial de Italia. (Mira [aquí](#) .)

**Aunque la posición fiscal italiana tiende a atraer la mayor atención en la eurozona, Francia también es un posible punto de inflamación.** Con un 110% del PIB, la deuda pública de Francia como porcentaje del PIB es menor que la de Italia y es poco probable que se convierta en una preocupación importante para los inversores en el corto plazo. Sin embargo, el ratio de deuda sigue siendo alto en relación con el promedio de la eurozona, y Francia tiene un déficit primario mucho mayor que Italia. Además, aunque Francia aumentó su edad de jubilación a principios de este año, las protestas contra este cambio y la oposición en el parlamento resaltan las barreras que debe superar si quiere implementar las políticas estructurales necesarias para hacer frente al envejecimiento de la población. Es más, es probable que los gobiernos futuros estén menos comprometidos con la consolidación fiscal que la administración del presidente Macron.

**El Reino Unido también está claramente en riesgo.** La liquidación en el mercado de bonos en septiembre de 2022 como reacción al cambio de rumbo fiscal de la primera ministra Liz Truss muestra cuán sensibles son los mercados a los cambios percibidos en la disciplina fiscal del gobierno del Reino Unido.

**Podríamos ver que también comienzan a surgir preocupaciones sobre Japón,** dado que sus perspectivas demográficas le dificultarán mantener a raya su endeudamiento primario. Hasta ahora Japón no ha sido visto como un problema; de hecho, los rendimientos de sus bonos gubernamentales han estado en niveles mínimos, a pesar de que Japón tiene, con diferencia, el nivel de deuda pública más alto de cualquier economía avanzada. (Ver Cuadro 17.)

Gráfico 17: Deuda neta del gobierno general (como porcentaje del PIB)



Por supuesto, en última instancia, Japón podrá imprimir su propia moneda. Y se beneficia de su alta tasa de ahorro interno que absorbe la emisión de bonos del gobierno. **Sin embargo, el enorme tamaño de la deuda de Japón sugiere que no debemos ser complacientes con los posibles problemas fiscales allí.**

### Conclusiones

No prevemos una crisis fiscal inminente en ningún país. El cambio desfavorable en la dinámica de la deuda tardará en manifestarse. Y, de todos modos, algunos países pueden tolerar unas perspectivas de deuda más pobres.

Sin embargo, el reciente aumento de los rendimientos de los bonos ha vuelto a poner la sostenibilidad de la deuda pública en el centro de atención. **E incluso si los rendimientos de los bonos caen aún más en el corto plazo, el deterioro de la dinámica fiscal a más largo plazo sugiere que es poco probable que desaparezcan las preocupaciones fiscales. Por lo tanto, los gobiernos seguirán bajo presión para controlar sus grandes déficits.**

[1] La evolución de la deuda como porcentaje del PIB se puede resumir en:

$$D_t/Y_t = (1+r)D_{t-1}/(1+g)Y_{t-1} + b_t$$

donde  $D_t$  es la deuda pública en el momento  $t$ ,  $Y_t$  es el PIB en el momento  $t$ ,  $r$  es la tasa de interés nominal,  $g$  es la tasa de crecimiento nominal del PIB y  $b_t$  es el saldo presupuestario primario como proporción del PIB en el momento  $t$ .

[2] Los diferentes bancos centrales tienen diferentes acuerdos para compartir con sus tesorerías nacionales tanto las ganancias pasadas relacionadas con la QE como las pérdidas futuras. (Veraquí.) Pero

esto es irrelevante cuando se piensa en el sector público en su conjunto, que incluye al banco central, ya que en última instancia cuenta con el respaldo del gobierno. Cabe señalar que el impacto de las tasas de interés más altas sobre los pagos de intereses podría reducirse si, como algunos han sugerido, los bancos centrales adoptaran un sistema de intereses escalonados sobre las reservas. Sin embargo, esto actuaría efectivamente como un impuesto sobre los bancos y, por lo tanto, podría afectar la resiliencia del sistema bancario y la oferta de crédito.

---

**Vicky Redwood** , asesora económica principal, victoria.redwood@capitaleconomics.com

[https://www.capitaleconomics.com/publications/global-economics-focus/government-debt-sustainability-back-under-spotlight?utm\\_source=Sailthru&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Regular%20Report-e0f031f7-14a0-4286-8129-eee8197b2a09&utm\\_term=Regular%20Report-e0f031f7-14a0-4286-8129-eee8197b2a09](https://www.capitaleconomics.com/publications/global-economics-focus/government-debt-sustainability-back-under-spotlight?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-e0f031f7-14a0-4286-8129-eee8197b2a09&utm_term=Regular%20Report-e0f031f7-14a0-4286-8129-eee8197b2a09)